

## 业绩符合预期，铅酸龙头多业务曲线增长

2023 年 03 月 26 日

➤ **事件说明。**2023 年 3 月 24 日，公司发布 2022 年年报，全年实现营收 418.82 亿元，同比增长 8.18%，实现归母净利润 19.08 亿元，同比增长 39.35%，扣非后归母净利润 15.45 亿元，同比增长 49.04%。

➤ **Q4 业绩拆分。营收和净利：**公司 2022Q4 营收 118.40 亿元，同比-1.06%，环比-7.60%，归母净利润为 4.83 亿元，同比 59.07%，环比-28.15%，扣非后归母净利润为 4.58 亿元，同比 74.26%，环比-21.41%。**毛利率：**2022Q4 毛利率为 21.28%，同比 9.21pcts，环比 3.16pcts。**净利率：**2022Q4 净利率为 3.76%，同比 1.44pcts，环比-1.41pcts。**费用率：**公司 2022Q4 期间费用率为 9.98%，同比 3.97pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.49%、2.75%、3.72%、0.03%。

➤ **铅蓄电池业务稳步增长。**2022 年铅蓄电池销售收入为 373.97 亿元，出货量达 1.00 亿 KVAh，同比增长 11.62%，其中电动轻型车铅蓄电池销售 360.35 亿元，同比上涨 11.40%，得益于公司与轻型车生产厂商的持续合作和构建的全国数十万家门店的强大销售网络。2022 年铅炭储能收入 1.65 亿元，同比增长 238.57%，未来三年太湖能谷储能项目将采购公司 30Gwh 的铅炭电池，储能政策将持续利好铅炭储能业务。

➤ **锂电业务业绩快速增长，钠电产业化抓紧落地。**2022 年锂电出货量达 1.99Gwh，业务收入 16.44 亿元，同比增长 64.93%，细分为轻型车动力电池业务 6.42 亿元和储能 5.63 亿元。2022 年锂电已实现 180Ah 电芯量产和 280Ah 电芯出样，开发两款风冷和液冷模组。公司已加速锂电储能市场渗透，规划 2023 年底锂电形成 14Gwh 产能（LFP 方形占 7Gwh），2025 年达到 30Gwh，重点用于储能领域，包括国内大型储能电站、工商业储能，以及海外工商业及户用领域。2022 年公司新型钠电电芯产品循环次数超过 2000 次，300MW 中试产线已建成，未来将开拓动力应用和储能领域。我们预计，明年储能电池出货量会有较大提升，储能业务占比也会有所提升。

➤ **氢燃料电池产品崭露头角，加快整体产业布局。**2022 年氢燃料电池营业收入为 0.64 亿元，公司燃料电池研发产品指标达到行业领先水平，2023 年 3000 套燃料电池系统及零部件产线将正式投产，加快下游商用车、船舶等应用。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收 499.60、589.04、682.95 亿元，归母净利润分别为 25.85、30.87、39.14 亿元，3 月 24 日收盘价对应 PE 为 13x/11x/9x。公司是铅蓄电池领域龙头公司，随着锂电、钠电、燃料电池多业务齐头并进，公司多增长曲线明确，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新产品技术替代风险、研发投入成效未达预期风险、下游需求不及预期

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	41882	49960	58904	68295
增长率 (%)	8.2	19.3	17.9	15.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1908	2585	3087	3914
增长率 (%)	39.3	35.5	19.4	26.8
每股收益 (元)	1.96	2.66	3.18	4.03
PE	18	13	11	9
PB	2.5	2.0	1.7	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

34.60 元



### 分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

### 研究助理 李孝鹏

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

### 研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

### 研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

## 相关研究

1.天能股份 (688819) 2022 年三季报点评：净利润环比翻倍，亟待锂电产能释放-2022/11/14

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	41882	49960	58904	68295
营业成本	34107	41066	48649	56413
营业税金及附加	1619	1799	2121	2459
销售费用	1239	1399	1649	1912
管理费用	1136	1249	1355	1366
研发费用	1526	1799	2062	2322
EBIT	2396	3029	3559	4426
财务费用	57	55	38	7
资产减值损失	-97	-80	-60	-20
投资收益	75	100	118	137
营业利润	2369	2939	3514	4461
营业外收支	-2	20	20	20
利润总额	2367	2959	3534	4481
所得税	528	473	565	717
净利润	1839	2485	2968	3764
归属于母公司净利润	1908	2585	3087	3914
EBITDA	3056	3724	4306	5194

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11104	14010	17337	21797
应收账款及票据	3545	4043	4645	5232
预付款项	375	493	632	790
存货	5627	7335	8724	10166
其他流动资产	1666	1925	2120	2325
流动资产合计	22317	27806	33458	40309
长期股权投资	17	17	17	17
固定资产	5672	6660	6977	6830
无形资产	1094	1374	1654	1934
非流动资产合计	10060	11765	12618	12950
资产合计	32378	39570	46076	53259
短期借款	2167	2167	2167	2167
应付账款及票据	9057	11635	13784	15984
其他流动负债	5132	6461	7550	8669
流动负债合计	16356	20263	23500	26820
长期借款	550	1050	1350	1450
其他长期负债	1398	1398	1398	1398
非流动负债合计	1948	2448	2748	2848
负债合计	18304	22711	26248	29668
股本	972	972	972	972
少数股东权益	398	298	180	29
股东权益合计	14073	16859	19827	23591
负债和股东权益合计	32378	39570	46076	53259

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	8.18	19.29	17.90	15.94
EBIT 增长率	55.63	26.41	17.50	24.38
净利润增长率	39.35	35.46	19.43	26.80
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	18.56	17.80	17.41	17.40
净利润率	4.56	5.17	5.24	5.73
总资产收益率 ROA	5.89	6.53	6.70	7.35
净资产收益率 ROE	13.95	15.61	15.71	16.61
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.36	1.37	1.42	1.50
速动比率	0.96	0.95	1.00	1.07
现金比率	0.68	0.69	0.74	0.81
资产负债率 (%)	56.53	57.40	56.97	55.70
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	11.45	12.00	13.00	14.00
存货周转天数	59.39	65.00	65.00	65.00
总资产周转率	1.42	1.39	1.38	1.38
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.96	2.66	3.18	4.03
每股净资产	14.07	17.04	20.21	24.24
每股经营现金流	1.75	4.76	4.90	5.75
每股股利	0.60	0.60	0.60	0.60
<b>估值分析</b>				
PE	18	13	11	9
PB	2.5	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	7.37	5.27	3.79	2.28
股息收益率 (%)	1.73	1.73	1.73	1.73

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1839	2485	2968	3764
折旧和摊销	661	696	747	768
营运资金变动	-1104	1124	752	829
经营活动现金流	1704	4628	4760	5593
资本开支	-2547	-2135	-1645	-1155
投资	-1	0	0	0
投资活动现金流	-1266	-2035	-1527	-1019
股权募资	2	0	0	0
债务募资	1125	500	300	100
筹资活动现金流	-1233	312	94	-115
现金净流量	-786	2905	3327	4460

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026